

超额商誉、企业风险承担 与全要素生产率^{*}

王海芳 王鑫怡 张笑愚 王明涛

内容提要 本文以2007—2019年上市公司作为研究样本,分析超额商誉对全要素生产率的影响及其中间机制。结果显示:第一,超额商誉会加剧企业风险承担,并具有一定持续性,拥有更多超额商誉的企业更有可能面对更大的风险;第二,企业风险承担会抑制全要素生产率,并具有一定持续性;第三,企业风险承担是超额商誉抑制全要素生产率的重要中介渠道。进一步研究表明,营商环境会削弱企业风险承担对全要素生产率的负面影响,营商环境越好,企业风险承担对全要素生产率的不利影响则会受到抑制。此外,超额商誉抑制全要素生产率的作用,在民营企业和非管制行业中更明显。研究结论不仅丰富了超额商誉经济后果的相关研究,也对上市公司、投资者及政府监管部门更好地认识企业并购活动具有重要的实践启示。

关键词 超额商誉 全要素生产率 企业风险承担 营商环境

Abstract This paper analyzes the impact of excess goodwill on total factor productivity and its intermediate mechanisms using listed companies

from 2007–2019 as a research sample. The results show that, first, excess goodwill exacerbates enterprises risk-taking with some persistence, and enterprises with more excess goodwill are more likely to face greater risk; second, enterprises risk-taking inhibits total factor productivity with some persistence; and third, enterprises risk-taking is an important intermediary channel through which excess goodwill inhibits total factor productivity. Further research shows that business environment weakens the negative impact of enterprise risk-taking on total factor productivity, and the better the business environment is, the more the negative impact of enterprises risk-taking on total factor productivity is suppressed. In addition, the effect of excess goodwill in inhibiting total factor productivity is more pronounced in private firms and unregulated industries. The findings not only enrich the research related to the economic consequences of excess goodwill, but also have important practical implications for listed companies, investors, and govern-

* 本文得到新疆维吾尔自治区社会科学基金项目“‘一带一路’背景下新疆能源企业实施绿色IS战略的对策研究”(19BGL107)和新疆财经大学研究生科研创新项目“控股股东股权质押是否阻碍企业‘脱虚向实’?——来自非金融上市公司金融化的证据”(XJUFE2020K030)的资助。

ment regulators to better understand corporate M&A activities.

Keywords Excess goodwill Total factor productivity Enterprise risk-taking Business environment

一、引言

上市公司的并购重组活动一直是增加企业核心竞争力、盘活资金的重要。根据普华永道发布的《2020年中国企业并购市场回顾与2021年前瞻》显示,中国并购交易量和交易额约占全球并购市场的15%。在“双循环”“产业升级”等政府政策的支持下,并购交易金额增长了30%,达到7338亿美元,是2016年以来的最高水平。在企业实践中,海尔并购通用家电,实现研发资源共享,促进产品结构升级,并进一步开拓了海外市场,获取了预期盈利。反观天神娱乐,在一系列并购活动后,公告显示其业绩亏损高达78亿元,年度亏损已远超公司市值。商誉英译为“Goodwill”,寓意“美好的愿望”,伴随企业的并购行为产生,反映预期合并主体的潜在经济价值。显然,合理的商誉评估能够带来协同效应,提升企业价值(Henning、Lewis和Shaw,2000)。然而实践中巨额商誉减值频频出现,如同“带刺的玫瑰”,期望获得预期收益却面临爆雷风险。例如天神娱乐,在并购活动中没有合理评估被合并方的无形资产,导致商誉高估,引发巨额商誉减值,最终导致业绩亏损。超额商誉不单单造成企业自身盈利面临巨额亏损,而且往往成为行情下跌的推手,造成证券市场动荡,引起资本市场恐慌。因此,研究超额商誉的经济后果具有现实意义。

现有关于商誉经济后果的问题已被广泛研究,主要集中在并购绩效(Henning、Lewis和

Shaw,2000;傅超、杨曾和傅代国,2015;郑海英、刘正阳和冯卫东,2014)、创新(朱郭一鸣、王婉婉和凌运,2021;李健、崔雪和陈传明,2021;董竹和张欣,2021)、股价崩盘风险(刘超、徐丹丹和郑忱阳,2019;王文姣、傅超和傅代国,2017)等方面,鲜有学者探究本土情景下超额商誉对企业高质量发展的影响及作用机制。党的十九大报告指出中国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段,而提高全要素生产率是高质量发展的动力。在进入高质量发展的现阶段,仅仅依靠要素积累的发展模式即投入型增长,存在投入高、效率低的问题(郭庆旺和贾俊雪,2005),经济要想持续增长,必须提高全要素生产率(肖文和薛天航,2019)。作为潜在影响企业短视发展的内生激励,超额商誉究竟会如何影响企业全要素生产率?是否会导致企业资源错配?因此,理清超额商誉与企业全要素生产率之间的关系,对推动经济高质量发展具有重要的理论和实践意义。

基于此,本文选取2007—2019年中国沪深A股上市公司为研究对象,探讨了超额商誉对全要素生产率的影响,企业风险承担在其中的作用机制,营商环境的外部作用及本土情景下产权性质与管制行业的异质性影响。相较于已有文献,本文可能存在的边际贡献在于:第一,从全要素生产率的角度,实证检验了超额商誉不合理因素的存在,拓展了超额商誉经济后果的研究。现有研究认为并购商誉具有协同效应并提升企业价值(Henning、Lewis和Shaw,2000),而计提商誉减值损失则向市场传递了负面信息(Li等,2011),商誉减值不利于提升公司股票收益率(Glaum、Landsman和Wyrwa,2018),更容易引起股价崩盘(王文姣、傅超和傅代国,2017),导致企业产品市场竞争能力下降(魏志华和朱彩云,2019)等,显然超额商誉已成为企业的经营负担。在中国经济进入高质量发展的

现阶段,全要素生产率是推动高质量发展的迫切要求,目前鲜有研究探讨超额商誉对企业全要素生产率的影响,本文从全要素生产率切入,发现超额商誉对全要素生产率产生显著负向影响,进一步丰富了商誉经济后果的相关研究。第二,基于迎合理论,揭示了并购事件行为动机。以往研究更多从代理动机及管理者过度自信等视角出发,研究超额商誉带来的经济后果。本文依托企业风险承担视角,打开了超额商誉影响企业全要素生产率的行为金融学机制黑箱。第三,考察了本土情景下,营商环境对企业风险水平与全要素生产率之间的关系,以及企业风险承担在其中的有调节的中介作用,拓展了超额商誉影响全要素生产率及其中间机制的现有研究。此外,从产权性质及管制行业的视角,研究了超额商誉对企业全要素生产率的异质性作用效果,有助于进一步理解不同实践背景中超额商誉经济后果的异质性动机,为本土实践提供更为普适的研究参考。

二、理论分析与研究假设

(一) 超额商誉与企业风险承担

Johnson 和 Petrone (1998) 认为商誉是一种“购买溢价”,是并购企业投资成本超过被并购企业净资产公允价值的差额。商誉产生于并购溢价,包括合并商誉和被并购企业的自创商誉(杜兴强、杜颖洁和周泽将,2011)。企业并购活动的动机在于通过优化资源配置以获得协同效应(谢纪刚和张秋生,2020),并购商誉反映合并主体的预期利润,存在潜在经济价值,但高的并购溢价是否能为并购方带来预期收益和协同效应还有待考究。与合理的并购商誉不同的是,超额商誉产生于企业非理性并购活动的不合理并购溢价。魏志华和朱彩云(2019)认为超额商誉是并购企业对被并购企业过高的估值和溢

价,是企业生产经营的负担。在企业经营过程中,超额商誉可能会降低产品市场竞争能力(魏志华和朱彩云,2019),并且加大企业未来的股价崩盘风险(王文姣、傅超和傅代国,2017)。此外,现有研究还表明超额商誉是商誉减值风险产生的重要原因,商誉减值会导致未来盈利能力下降(Li等,2011)。究其内在逻辑,可以归结为超额商誉背后存在的利益侵占与管理者非理性预期导致的企业经营决策短视问题。

企业风险承担作为企业短期战略决策的外在表征,体现了管理层在面对不确定情景下的投资倾向。Lumpkin 和 Dess (1996) 将企业风险承担定义为企业追逐高额利润以及愿意付出的代价。由于企业生产经营过程中面临的**最大风险是投资决策,因此从更广泛的角度理解,企业风险承担是企业投资决策制定者承担风险态度的体现(王菁华和茅宁,2015)。那么,在影响企业战略决策的并购事件中,管理层在并购时及并购后的投资倾向及态度将如何体现? 本文认为关键点在于管理层的迎合动机。

通常而言,企业合并是追求改善股东财富状况、提升薪酬绩效的关键手段,可以增加主并企业价值(Lubatkin,1987)。而企业并购中的尽职调查流程,可以帮助主并企业更好地评估被并企业预期成本、收益和风险(Wangerin,2019)。在此基础上,以企业并购为重大事项公布的信号,向投资者传递了管理层对于未来战略的信心。特别是并购事件形成的超额商誉,则突出了管理层对于并购后获得超额收益的预期信念。对于中国并购市场,郑海英、刘正阳和冯卫东(2014)研究发现较高的商誉会提升企业经营业绩与股票价值。此外,傅超、杨曾和傅代国(2015)研究则发现较高的商誉可以为企业带来超额收益。由于中国资本市场的投资者仍然以散户为主,加之资本市场仍然存在着卖空限制,使得投资者呈现出炒作投机的态势(花贵如等,

2021)。因此,并购事件的公告与历史事件收益,会使得投资者产生企业未来价值高于当前价值的预期,进而推高企业估值(杨威、宋敏和冯科,2018)。基于迎合理论视角,当企业外部非理性投资者对于企业估值存在持续性错误定价(高估)时,为了迎合投资者,企业管理层会加大投资者青睐的风险投资项目(Polk和Sapienza,2009),追求高额利润项目,体现出短视的经营决策。倘若管理者在并购后表现出风险规避等信心不足态度,投资者会降低未来预期,进而使得主并企业与被并企业产生股价大幅下跌风险,危及企业股东利益。

由上述分析可知,超额商誉引起的“眼球效应”,可能使得企业管理者产生迎合动机。为了迎合资本市场,管理者需要承担高风险,将企业资源投资于高利润高风险项目。基于此,本文提出以下假设。

假设1:超额商誉对企业风险承担有正向影响。

(二)企业风险承担与全要素生产率

全要素生产率是各投入要素之外的技术进步和能力实现等导致的产出增加(Solow,1957),是国民经济增长的主要推动力。本文认为企业风险承担主要通过以下两个方面影响全要素生产率。

其一,企业风险承担会提高企业信贷门槛审核水平与贷中监督水平。具体而言,在企业资源较多投资于风险项目时,债权人会加大对企业投资项目审核力度。当企业采用信贷融资方式支撑企业风险投资项目时,可能会受到更为严格的条款限制。其中,债务期限缩短等伴生因素,使得企业面临较大的还本付息压力(Djembissi,2011)。此外,企业对高风险项目投入大量资金的行为,会引起企业内部资金短缺(Liu和Mauer,2011),从而挤出了非生产要素的产出。因此,企业风险承担会降低企业全要素

生产率。

其二,企业风险承担会加剧代理问题。委托代理理论认为,股东和管理层存在利益冲突。当企业风险承担处于较高水平时,管理者出于最大化个人利益的动机,可能通过操纵企业盈余等方式掩盖负面信息(Lambert、Larcker和Weigelt,1993)。因此,承担高风险项目时的不端行为会降低企业管理效率。而企业内部的管理活动对全要素生产率至关重要(Walker,1887),管理效率提升有利于生产要素的合理配置,相较于管理能力低的企业,高管理能力企业的生产效率明显偏高(Syverson,2011)。此外,企业风险承担高的企业为支撑高风险项目的运营,会拥有较高的现金持有水平(Liu和Mauer,2011),而现金的流动性强,相较于企业资产,更容易被管理层侵占利用,加重股东和管理层之间的代理成本,影响企业管理效率。因此,企业风险承担高的企业可能加重委托代理问题,影响企业管理效率,从而不利于全要素生产率的提升。

基于此,提出以下假设。

假设2:企业风险承担对全要素生产率有负向影响。

(三)超额商誉与企业全要素生产率:企业风险承担的中介渠道

超额商誉不仅会加大并购后企业风险承担水平,还会进一步影响企业全要素生产率。并购事件中会伴生协同效应,而超额商誉的形成则可能会成为企业并购后的经营负担(魏志华和朱彩云,2019)。拥有超额商誉的企业在并购时支付了过高的对价,对商誉资产给予过高估值,这种行为给企业带来了次优的资源配置结构,浪费企业稀缺资源,不利于企业高质量发展。一方面,拥有超额商誉的企业,对并购后的协同效应具有过高的期望值,过于关注并购整合,很可能使企业错失投资机会,导致企业自身

的管理效率降低,不利于企业提升全要素生产率;另一方面,拥有超额商誉的企业将资金应用于支付并购对价,相应地,用于生产要素投入,研发以及营销等方面的资金投入将会减少,导致企业资源不能得到最优配置,进而不利于企业全要素生产率的提升。

此外,超额商誉作为一种内生激励,还会使得企业管理层产生迎合动机。这种迎合动机,会加大企业投资风险项目的力度,并呈现出高风险承担的态度。而并购带来的高风险项目投资,会给企业带来管理效率低下、资金流短缺等负面影响,进而不利于全要素生产率的提升,这是一种不利于企业高质量发展的恶性循环。首先,超额商誉具有“眼球效应”,向市场传递出企业当前估值高于未来估值的信号,倘若企业不加大投资者青睐的风险投资,会使得主并企业与被并企业面临股价大幅下跌风险。进而管理层为迎合资本市场投资者,会加大风险投资力度。其次,企业风险承担上升会加剧企业资金流短缺风险,降低企业管理效率,从而不利于全要素生产率的提升,阻碍企业高质量发展。因此,企业风险承担在超额商誉负向影响全要素生产率的过程中发挥着中介作用。基于以上分析,提出以下假设。

假设3:超额商誉对全要素生产率有负向影响。

假设4:企业风险承担在超额商誉和全要素生产率之间起中介作用。

三、研究设计与描述性统计

(一) 样本选择与数据来源

本文选取2007—2019年度A股上市公司作为初始研究样本,剔除:(1)证监会行业分类中归属金融和保险业的公司样本,(2)各年度ST及*ST等异常状态的观测样本,(3)数据缺

失的样本,最终得到3286家公司25421个观测值。为降低异常值的影响,对所有连续变量进行上下1%的缩尾处理。本文的上市公司数据主要来源于国泰安数据库,数据处理所使用的软件为Stata15和EXCEL2019。

(二) 变量选择

1.自变量——超额商誉。借鉴傅超、杨曾和傅代国(2015)及魏志华和朱彩云(2019)的做法,采用商誉期望模型的回归残差衡量超额商誉(GW_excess)。具体做法如下:选取是否现金支付、买方支出价值、企业规模、盈利能力、管理层持股比例、两职合一等一系列指标对商誉回归,并且控制行业和年度虚拟变量,超额商誉则用回归得到的残差衡量。

2.因变量——全要素生产率。借鉴Olley和Pakes(1996)及鲁晓东和连玉君(2012)的做法,采用LP法计算样本企业上市公司的全要素生产率(TFP)。

3.中介变量——企业风险承担。借鉴Bou-bakri、Cosset和Saffar(2013)及伊志宏等(2020)的做法,采用经年度行业调整的ROA(息税前净利润/总资产)的三年期标准差衡量企业风险承担(RISK)。具体做法如下,首先按照行业和年份对ROA进行标准化处理,然后计算样本企业三年期(t-1至t+1)的盈余波动性,RISK的数值越大,表明企业风险承担越高。

4.控制变量。借鉴已有研究,本文选取了公司规模、企业性质、资产负债率、公司成长性、董事会规模、外部董事比例、两职兼任、高管持股比例、固定资产占比、股权集中度作为控制变量,具体变量定义详见表1。

(三) 模型设定

本文借鉴魏志华和朱彩云(2019)的研究,构建如下实证模型,检验超额商誉、企业风险承担、营商环境与全要素生产率的关系。其中,模型(1)检验假设1超额商誉对企业风险承担有

表 1 变量定义

变量名称	变量代码	变量定义
全要素生产率	TFP	计算方法见上文
超额商誉	GW_excess	商誉期望模型的回归残差
企业风险承担	RISK	选取经年度行业调整的三年期 ROA 的标准差衡量
公司规模	SIZE	选取公司期末总资产加 1 后取自然对数衡量
企业性质	STA	若为国有控股,取 1,否则取 0
资产负债率	LEV	选取负债总额与资产总额的比例衡量
公司成长性	GROWTH	选取本年与上年营业收入之差与本年营业收入的比值衡量
董事会规模	BODSIZE	选取董事会人数加 1 取自然对数衡量
外部董事比例	OUTBOD	选取非执行董事与董事总人数的比值衡量
两职兼任	DUA	若为两职兼任,取 1,否则取 0
高管持股比例	MHOLD	高管持股数量与总股数之比
固定资产占比	FIXED	固定资产净额与总资产之比
股权集中度	FIR	选取第一大股东持股占比衡量

正向影响,若估计系数 α_1 显著为正,则假设 1 成立;模型(2)检验假设 2 企业风险承担对全要素生产率有负向影响,若估计系数 β_1 显著为负,则假设 2 成立;模型(3)检验假设 3 超额商誉对全要素生产率有负向影响,若估计系数 γ_1 显著为负,则假设 3 成立;模型(3)(2)(4)对应温忠麟和叶宝娟(2014)中介检验的模型设定,检验假设 4 企业风险承担在超额商誉和全要素生产率之间起中介作用,若在假设 2、3 成立的基础上, λ_2 显著,则中介效应成立。此外,模型中,CONTROLS 代表控制变量,下标 t 代表时间,i 表示企业个体,考虑到超额商誉的影响是长期的,于是分别考察了对未来被解释变量的影响。

$$RISK_{i,t+j} = \alpha_0 + \alpha_1 GW_excess_{i,t} + \sum CONTROLS_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$TFP_{i,t+j} = \beta_0 + \beta_1 RISK_{i,t} + \sum CONTROLS_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$TFP_{i,t+j} = \gamma_0 + \gamma_1 GW_excess_{i,t} + \sum CONTROLS_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$TFP_{i,t+j} = \lambda_0 + \lambda_1 GW_excess_{i,t} + \lambda_2 RISK_{i,t} + \sum CONTROLS_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

(四) 描述性统计

表 2 为描述性统计的结果。在这些样本中,全要素生产率的最大值与最小值差异较大,考虑到可能是因为行业或年份存在差距,因此在进行实证处理时,控制了行业和年份。标准商誉(GW_norm)的均值大于中位数,这表明有部分企业的商誉偏高。超额商誉的最大值为 0.4726,最小值为 -0.1931,可以看出,超额商誉在不同企业间差异较大。变量间的相关系数列示于表 3,可以发现,研究变量间的相关系数均小于 0.5,表明样本间不存在严重的多重共线性问题。

四、研究假设检验

(一) 主要实证结果分析

1. 超额商誉与企业风险承担

表 2 主要变量的描述性统计结果

variable	N	mean	sd	min	p50	max
TFP	25421	8.1247	1.0244	4.7424	8.0282	12.3582
GW_excess	25421	-0.0001	0.0619	-0.1931	-0.0090	0.4726
GW_norm	25421	0.0258	0.0682	0.0000	0.0000	0.4915
SIZE	25421	22.0978	1.2611	19.8320	21.9196	26.0260
LEV	25421	0.4325	0.2046	0.0541	0.4287	0.8835
GROWTH	25421	0.1870	0.4029	-0.5409	0.1188	2.4122
BODSIZE	25421	2.2570	0.1779	1.7918	2.3026	2.7726
OUTBOD	25421	0.3728	0.0528	0.3125	0.3333	0.5714
FIR	25421	0.3492	0.1486	0.0878	0.3299	0.7489
MHOLD	25421	0.0915	0.1646	0.0000	0.0000	0.6446
FIXED	25421	0.2235	0.1660	0.0021	0.1906	0.7242
STA	25421	0.4034	0.4906	0.0000	0.0000	1.0000
DUA	25421	0.2498	0.4329	0.0000	0.0000	1.0000

根据前文建立的计量模型进行回归分析,考察了超额商誉对企业风险承担的影响,结果列示于表 4。模型(1)列示的是当期超额商誉对企业风险承担的影响,显然,超额商誉(GW_excess)与企业风险承担(RISK)显著正相关。此外,模型(2)至(7)列示了超额商誉对未来六年企业风险承担的影响,均显著为正。并且,观察回归系数可知,超额商誉对企业未来四年企业风险承担的正向影响逐年增加,而在未来五、六年则有所下降。由此,本文的假设 1 得到验证。从经济意义看,超额商誉每增加 1 单位,企业风险承担约增加 0.053,随着时间推移,第一年约增加 0.103,第二年约增加 0.150,第三年约增加 0.173,第四年约增加 0.177,第五到六年的增幅有所放缓,分别是 0.155 和 0.062。换言之,超额商誉带来了企业风险承担的上升,并且具有一定的持续性。

2. 企业风险承担与全要素生产率

表 5 报告了假设 2 的回归结果。从表 5 的结

果可知,企业风险承担与全要素生产率的回归系数显著为负,假设 2 得到验证。从经济意义来看,企业风险承担每增加 1 单位,全要素生产率约下降 0.979,随着时间推移,第一年约下降 1.732,第二年约下降 1.073,相较于当年,下降程度有所增加。可见,企业风险承担的上升带来全要素生产率的下降,并且其影响具有持续性。

3. 超额商誉与全要素生产率

表 6 报告了假设 3 的回归结果。超额商誉与全要素生产率在 1% 的水平下显著为负,该分析结果支持了假设 3。此外,超额商誉对全要素生产率的回归系数在未来四期均显著为负,这表明,超额商誉的影响具有持续性,会显著影响企业未来四期的全要素生产率。

4. 企业风险承担的中介作用检验

为检验企业风险承担在超额商誉与全要素生产率之间的中介作用,本文根据 Johnson 和 Petrone(1998)及温忠麟和叶宝娟(2014)介绍的中介效应的三个检验步骤检验企业风险承

相关性检验

表 3

	GW_excess	SIZE	LEV	GROWTH	BODSIZE	OUTBOD	FIR	MHOLD	FIXED	STA	DUA
GW_excess	1										
SIZE	0.004	1									
LEV	-0.071 ***	0.495 ***	1								
GROWTH	0.072 ***	0.050 ***	0.049 ***	1							
BODSIZE	-0.020 ***	0.245 ***	0.158 ***	-0.011 *	1						
OUTBOD	-0.002	0.017 ***	-0.018 ***	0.001	-0.507 ***	1					
FIR	-0.108 ***	0.194 ***	0.067 ***	0.015 **	0.025 ***	0.037 ***	1				
MHOLD	-0.030 ***	-0.308 ***	-0.320 ***	0.041 ***	-0.201 ***	0.097 ***	-0.097 ***	1			
FIXED	-0.127 ***	0.066 ***	0.086 ***	-0.081 ***	0.178 ***	-0.071 ***	0.084 ***	-0.166 ***	1		
STA	-0.094 ***	0.311 ***	0.296 ***	-0.061 ***	0.285 ***	-0.080 ***	0.220 ***	-0.439 ***	0.215 ***	1	
DUA	0.005	-0.165 ***	-0.150 ***	0.019 ***	-0.192 ***	0.125 ***	-0.052 ***	0.250 ***	-0.099 ***	-0.294 ***	1

注：“*”、“**”、“***”分别表示在10%、5%、1%的水平下显著。

表 4 超额商誉与企业风险承担

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	RISK	RISK _{t+1}	RISK _{t+2}	RISK _{t+3}	RISK _{t+4}	RISK _{t+5}	RISK _{t+6}
GW_excess	0.053 *** (8.616)	0.103 *** (12.292)	0.150 *** (13.314)	0.173 *** (12.388)	0.177 *** (10.316)	0.155 *** (6.169)	0.062 * (1.805)
SIZE	-0.005 *** (-12.515)	-0.004 *** (-9.908)	-0.004 *** (-9.548)	-0.004 *** (-9.831)	-0.004 *** (-9.436)	-0.004 *** (-9.007)	-0.004 *** (-7.814)
LEV	0.025 *** (10.476)	0.021 *** (8.620)	0.021 *** (8.323)	0.021 *** (7.818)	0.019 *** (6.589)	0.016 *** (4.975)	0.010 *** (2.938)
GROWTH	-0.004 *** (-5.798)	-0.004 *** (-6.784)	-0.000 (-0.346)	0.001 * (1.720)	0.002 ** (2.414)	0.001 (0.944)	-0.003 ** (-2.502)
BODSIZE	-0.006 *** (-2.881)	-0.006 *** (-2.663)	-0.005 ** (-2.287)	-0.005 ** (-2.127)	-0.007 ** (-2.459)	-0.007 ** (-2.323)	-0.007 ** (-2.030)
OUTBOD	0.004 (0.570)	0.004 (0.656)	0.001 (0.210)	0.004 (0.545)	0.005 (0.491)	-0.001 (-0.137)	0.000 (0.018)
FIR	-0.012 *** (-5.495)	-0.010 *** (-4.268)	-0.008 *** (-3.000)	-0.005 * (-1.917)	-0.004 (-1.370)	-0.002 (-0.700)	-0.000 (-0.012)
MHOLD	-0.015 *** (-7.026)	-0.006 *** (-2.701)	-0.001 (-0.510)	0.004 (1.181)	0.010 *** (2.791)	0.017 *** (3.758)	0.018 *** (3.383)
FIXED	0.007 *** (3.099)	0.008 *** (3.439)	0.010 *** (3.699)	0.010 *** (3.691)	0.009 *** (3.083)	0.010 *** (3.011)	0.012 *** (3.228)
STA	-0.003 *** (-3.469)	-0.004 *** (-4.612)	-0.003 *** (-3.987)	-0.004 *** (-3.968)	-0.004 *** (-4.053)	-0.005 *** (-4.092)	-0.005 *** (-4.192)
DUA	-0.000 (-0.134)	0.001 (1.388)	0.002 ** (2.026)	0.002 ** (2.057)	0.003 ** (2.115)	0.003 * (1.844)	0.002 (1.439)
_Cons	0.148 *** (15.591)	0.129 *** (14.249)	0.126 *** (13.095)	0.125 *** (12.213)	0.132 *** (12.204)	0.141 *** (11.944)	0.136 *** (10.413)
N	25309	21483	18358	15724	13451	11304	9276
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj_R ²	0.092	0.115	0.140	0.137	0.115	0.091	0.078

注：“*”、“**”、“***”分别表示在 10%、5%、1%的水平下显著,括号里的数值为在企业层面聚类调整的 t 统计量;表 5~表 8 同。

担的中介作用:(1)超额商誉与全要素生产率显著相关;(2)超额商誉与企业风险承担显著相关;(3)控制超额商誉后,企业风险承担与全要素生产率显著相关。其中前两个检验步骤分

表 5 企业风险承担与全要素生产率

	(1)	(2)	(3)	(4)
	TFP	TFP _{t+1}	TFP _{t+2}	TFP _{t+3}
RISK	-0.979 *** (-4.851)	-1.732 *** (-7.115)	-1.073 *** (-3.377)	-0.367 (-0.924)
_Cons	-5.664 *** (-24.729)	-5.285 *** (-21.664)	-5.016 *** (-18.768)	-4.546 *** (-15.407)
N	25309	21483	18358	15724
CONTROLS	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj_R ²	0.736	0.706	0.651	0.602

表 6 超额商誉与全要素生产率

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	TFP	TFP _{t+1}	TFP _{t+2}	TFP _{t+3}	TFP _{t+4}
GW_excess	-0.732 *** (-7.926)	-0.517 *** (-5.044)	-0.537 *** (-4.437)	-0.587 *** (-3.999)	-0.645 *** (-3.252)
_Cons	-5.819 *** (-25.771)	-5.514 *** (-22.897)	-5.156 *** (-19.616)	-4.594 *** (-15.861)	-4.071 *** (-12.901)
N	25421	21483	18358	15724	13451
CONTROLS	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj_R ²	0.737	0.705	0.652	0.602	0.556

别对应假设 3 和假设 1,并且,根据上面回归结果显示,假设 3 和假设 1 已得到验证。检验步骤三列示于表 7,回归结果显示,在控制了自变量超额商誉后,企业风险承担与全要素生产率显著负相关,且在未来两期依然显著,因此,企业风险承担的中介作用成立,假设 4 得到验证,即超额商誉通过提升企业风险承担负向作用于全要素生产率。

(二) 稳健性检验

1. Heckman 检验

为了缓解可能存在的样本自选择偏差问题(并非所有企业都存在超额商誉),本文采用 Heckman 两步法控制可能存在的样本自选择问题。在第一阶段回归时除控制主回归中所有变量外,借鉴魏志华和朱彩云(2019)的研究,还控制了同行业其他公司商誉均值。将第一阶段计算得到的逆米尔斯比率作为控制变量代入主回归方程中,得到控制样本选择偏差的实证模型,具体计算结果见表 8,可以发现,在控制样本中可能存在的自选择偏差后,研究

表 7 中介效应检验

	(1)	(2)	(3)
	TFP	TFP _{t+1}	TFP _{t+2}
GW_excess	-0.689 *** (-7.396)	-0.430 *** (-4.144)	-0.506 *** (-4.140)
RISK	-0.836 *** (-4.095)	-1.628 *** (-6.614)	-0.994 *** (-3.117)
_Cons	-5.702 *** (-24.806)	-5.310 *** (-21.714)	-5.036 *** (-18.818)
N	25309	21483	18358
CONTROLS	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes
Adj_R ²	0.738	0.707	0.652

表 8 Heckman 两段法

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	TFP	TFP _{t+1}	TFP _{t+2}	TFP _{t+3}	TFP _{t+4}
GW_excess	-1.012 *** (-4.175)	-0.613 *** (-6.491)	-0.610 *** (-4.287)	-0.676 *** (-4.510)	-0.658 *** (-3.253)
mills	-2.633 *** (-2.752)	-0.940 *** (-3.363)	-1.250 *** (-3.260)	-0.844 *** (-3.187)	-1.186 *** (-3.647)
N	25421	24341	23455	22748	22220
CONTROLS	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

结果依然稳健。

2. 中介效应的 Bootstrap 检验

参照魏志华和朱彩云 (2019) 的做法, 本文采用 Bootstrap 检验对假设 4 进行 500 次重复抽样并构造 95% 的误差修正区间。表 9 的实证结果显示, 超额商誉通过企业风险承担对全要素生产率的间接中介效应显著为负, 且误差修正的置信区间不包含 0, 即中介效应稳健。

3. 代理变量衡量替换

参考 Ramanna (2008) 及魏志华和朱彩云 (2019) 的研究, 分别采用经行业年份中位数调整的商誉 (GW_excess1) 和经行业年份均值调整的商誉 (GW_excess2) 重新度量超额商誉。按照上述方式重新度量后的回归结果与前文研究结论一致。此外, 参考 Olley 和 Pakes (1996) 及鲁晓东和连玉君 (2012) 的做法, 用 OP 法重新度量了全要素生产率, 并进行了回归, 回归结果显示前文的研究结论依然稳健。

表 9 中介效应的 Bootstrap 检验

变量	中介变量为企业风险承担		
	TFP	TFP _{t+1}	TFP _{t+2}
Bootstrap 间接效应	-0.045 *** (-5.708)	-0.087 *** (-6.707)	-0.031 *** (-3.470)
95%的置信区间	[-0.0600, -0.0293]	[-0.1120, -0.0614]	[-0.0600, -0.0293]
N	25309	21483	18358

注：“*”、“**”、“***”分别表示在 10%、5%、1%的水平下显著,括号里的数值为 t 统计量。

五、进一步研究

(一) 营商环境的调节作用

在前文分析中,本文发现企业风险承担会显著抑制企业全要素生产率。事实上,在对企业全要素生产率的研究中,外部环境会对企业生产活动起重要作用。近年来,中国营商环境在持续优化,而营商环境的优化激发了市场主体蕴藏的巨大潜力,极大地方便了企业的生产经营。王磊(2020)研究发现行政审批管制抑制了制造业企业生产率的增长,而优化营商环境正是致力于深化行政审批制度改革,降低市场主体的制度性交易成本。那么,营商环境究竟会如何影响企业风险承担作用于企业全要素生产率的机制呢?

在营商环境水平较高的地区,各市场参与主体的权益得到保障,能够吸引资金供给方提供给企业资金支持,并且,营商环境的完善能够拓展企业融资渠道(连俊华和于炳刚,2019),缓解企业间因信息不对称造成的融资约束问题,从而缓解企业风险承担对全要素生产率的负向影响。此外,营商环境的变化能够影响企业家行为(Freeman,1997),营商环境较好的地区,其法律政策等较为完善,更好地保护投资者的权益,而完善的法律能够缓解股东和管理层的代理问题,加大管理者操纵盈余的风险。相反,在营商环境水平较低地区生产经营的企业,通常伴随融资约

束水平高、代理问题严重等。因而,当企业所处地区的营商环境水平较高时,企业风险承担对全要素生产率的负向影响得以缓解。因此,本文预期营商环境会影响企业风险承担和企业全要素生产率之间的关系,即企业风险承担和全要素生产率之间的负向关系在高营商环境的情况下要比低营商环境的情况下更弱。

本文通过层次回归分析来检验上述预期,即:营商环境调节企业风险承担与全要素生产率之间的关系。在进行层次回归时,将全要素生产率作为因变量,回归分析的步骤是:(1)控制变量;(2)两个主效应(企业风险承担和营商环境);(3)企业风险承担和营商环境的乘积项。回归步骤分别对应表 10 的模型(1)~(3),结果显示,营商环境正向调节企业风险承担对全要素生产率的影响。

为了检验调节效应,本文根据表 10 中模型(3)的结果绘制了调节效应图。如图 1 所示,与低营商环境相比,高营商环境能在更大程度上缓解企业风险承担对全要素生产率的负向影响。

在上述检验的基础上,本文进一步预期营商环境可能调节超额商誉通过企业风险承担对全要素生产率的间接作用。具体而言,企业风险承担在超额商誉对全要素生产率影响中起中介作用,此中介效应的大小会受到营商环境的影响。当企业所处的营商环境水平较高时,超额商誉通过企业风险承担对全要素生产率的负

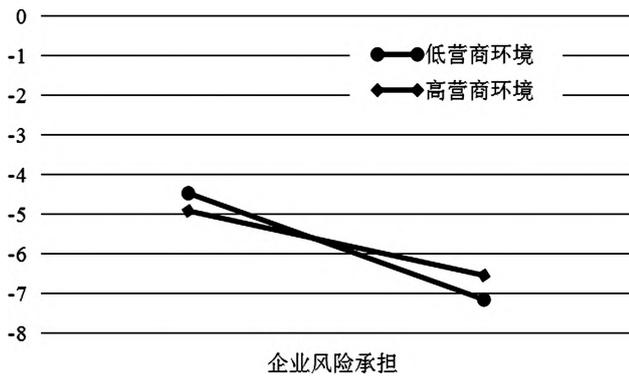


图1 营商环境对企业风险承担与全要素生产率之间关系的调节作用

向影响得到较大缓解。与此对应,当企业所处的营商环境水平较低时,超额商誉通过企业风险承担对全要素生产率的间接影响会相应较小。基于以上分析,本文认为营商环境调节超额商誉通过企业风险承担对全要素生产率的间接效应,即超额商誉通过企业风险承担对全要素生产率的间接效应在高水平营商环境的情况下要比在低水平营商环境的情况下更弱。

本文进一步研究了上述有调节的中介效应是否显著。借鉴温忠麟和叶宝娟(2014)及叶宝娟、杨强和胡竹菁(2013)等的做法,检验有调节

表 10 营商环境调节作用的回归分析

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	TFP	TFP	TFP	TFP	RISK	TFP	TFP
RISK		-1.032 *** (-5.122)	-1.097 *** (-5.448)			-0.878 *** (-4.311)	-0.949 *** (-4.654)
BE		0.042 *** (7.292)	0.041 *** (7.287)	0.042 *** (7.367)	-0.000 (-0.311)	0.042 *** (7.370)	0.042 *** (7.364)
RISK×BE			0.264 ** (2.481)				0.292 *** (2.724)
GW_excess				-0.750 *** (-8.189)	0.054 *** (8.618)	-0.705 *** (-7.624)	-0.714 *** (-7.737)
_Cons	-5.801 *** (-25.764)	-5.807 *** (-25.178)	-5.782 *** (-25.033)	-5.978 *** (-26.272)	0.152 *** (15.811)	-5.851 *** (-25.287)	-5.824 *** (-25.138)
N	25421	24336	24336	24444	24336	24336	24336
CONTROLS	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Year	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj_R ²	0.735	0.742	0.742	0.743	0.096	0.743	0.744

注:“*”、“**”、“***”分别表示在10%、5%、1%的水平下显著,括号里的数值为在企业层面聚类调整的t统计量;表11同。

的中介效应时如果满足:(1)做全要素生产率对超额商誉和营商环境的回归,检验超额商誉对全要素生产率的效应是否显著;(2)做企业风险承

担对超额商誉和营商环境的回归,检验超额商誉对企业风险承担的效应是否显著;(3)做全要素生产率对超额商誉、营商环境和企业风险承担的

回归,检验企业风险承担在超额商誉和全要素生产率关系中的中介效应是否显著;(4)做全要素生产率对超额商誉、营商环境、企业风险承担和企业风险承担与营商环境乘积项的回归,检验企业风险承担与营商环境乘积项的效应是否显著。以上四个检验步骤分别对应表 11 中找到模型(4)到(7),回归结果表明,模型(4)中,超额商誉

对全要素生产率的效应显著;模型(5)中,超额商誉对企业风险承担的效应显著;模型(6)中,企业风险承担在超额商誉和全要素生产率关系中的中介效应显著;模型(7)中,企业风险承担与营商环境乘积项的效应显著。因此,营商环境对企业风险承担在超额商誉对全要素生产率影响的中介效应存在调节作用,假设 6 得到验证。

表 11 异质性分析

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	TFP	TFP	TFP _{t+1}	TFP _{t+1}	TFP _{t+2}	TFP _{t+2}	TFP _{t+3}	TFP _{t+3}
Panel A: 产权性质								
GW_excess	-0.056 (-0.157)	-0.861 *** (-8.892)	0.078 (0.194)	-0.616 *** (-5.696)	0.024 (0.055)	-0.603 *** (-4.630)	0.144 (0.281)	-0.650 *** (-4.088)
_Cons	-5.679 *** (-17.542)	-6.045 *** (-19.122)	-5.418 *** (-15.785)	-5.678 *** (-16.498)	-5.135 *** (-14.064)	-5.276 *** (-13.322)	-4.730 *** (-12.089)	-4.525 *** (-9.895)
N	10256	15165	8764	12719	7801	10557	6962	8762
CONTROLS	Yes							
Industry	Yes							
Year	Yes							
Adj_R ²	0.745	0.701	0.723	0.658	0.687	0.588	0.649	0.525
Panel B: 管制行业								
GW_excess	-0.420 * (-1.774)	-0.826 *** (-8.353)	-0.137 (-0.502)	-0.651 *** (-6.036)	-0.305 (-0.959)	-0.642 *** (-5.048)	-0.513 (-1.386)	-0.687 *** (-4.400)
_Cons	-6.245 *** (-17.249)	-5.901 *** (-20.878)	-5.601 *** (-14.472)	-5.610 *** (-18.427)	-5.440 *** (-12.927)	-5.335 *** (-15.791)	-3.974 *** (-8.278)	-4.823 *** (-12.724)
N	7101	18320	5970	15513	5193	13165	4540	11184
CONTROLS	Yes							
Industry	Yes							
Year	Yes							
Adj_R ²	0.736	0.735	0.702	0.702	0.657	0.644	0.607	0.593

(二) 异质性检验

1. 产权性质

立足中国的特殊国情,企业根据产权性质分为国有企业和民营企业,其中国有企业因国

家及其代理人所具有的特殊性,具有浓厚的行政色彩,其经营活动受到政府的管理和监督(张新民、卿琛和杨道广,2018),而民营企业的公司治理活动受到的干预较少,拥有更高的经营自

主权。因而,并购活动产生的超额商誉对全要素生产率的影响在国有企业和民营企业中可能存在差异。为了进一步探讨不同产权性质企业是否存在差异,本文将样本企业按照实际控制人区分为国有企业(国有控股)和民营企业(非国有控股)。结果列示于表 11Panel A 中,其中模型(1)(3)(5)和(7)分别列示了国有企业组当期以及滞后一至三期的回归结果,模型(2)(4)(6)和(8)分别列示了民营企业组当期以及滞后一至三期的回归结果。可以发现,在民营企业组,超额商誉显著负向影响全要素生产率,并且对未来三年全要素生产率都有负向影响,而在国有企业组的影响并不显著。

2. 管制行业

管制行业关系到国计民生,与政府有密切的政治联系,能够成为国家政策的收益者并且容易得到国家的财政补贴,而非管制行业则没有政府的“保护伞”(李延喜等,2013),其生产经营活动更容易受到企业并购决策的影响。因此,并购活动产生的超额商誉对管制行业和非管制行业的全要素生产率可能存在差异。为了进一步探讨在管制行业和非管制行业间是否存在差异,本文参考袁蓉丽、李瑞敬和夏圣洁(2019)的研究,将样本企业按照所处行业分为管制行业和非管制行业组。结果列示于表 11Panel B 中,其中模型(1)(3)(5)和(7)分别列示了管制行业组当期以及滞后一至三期的回归结果,模型(2)(4)(6)和(8)分别列示了非管制行业组当期以及滞后一至三期的回归结果。可以发现,在非管制行业组,超额商誉显著负向影响全要素生产率,并且对未来三年全要素生产率都有负向影响,而除本期外,在管制行业组的影响并不显著。

六、结论与讨论

作为企业外延式成长的一种方式,并购重

组在资本市场上发展迅速,与此同时,其带来的超额商誉耗费企业资源,不利于企业长远发展。本文在文献梳理的基础上,选取了 2007—2019 年沪深 A 股上市公司作为研究样本,实证检验了超额商誉影响全要素生产率的机制和条件,研究发现:(1)超额商誉越高,企业风险承担越高,超额商誉会持续影响企业风险承担;(2)企业风险承担越高,全要素生产率越低;(3)超额商誉通过提升企业风险承担降低全要素生产率;(4)营商环境会削弱企业风险承担与全要素生产率之间的负向关系,营商环境越好,企业风险承担对全要素生产率的不利影响会受到抑制;(5)超额商誉对全要素生产率的负向影响在民营企业和管制行业中更明显。

本文的研究结论对上市公司、投资者以及政府部门具有重要的实践启示。第一,对上市公司来说,上市公司自身应合理评估并购产生的协同效应,避免盲目并购,影响企业高质量发展,从源头控制并购产生的超额商誉,让并购重组真正成为企业外生成长的动力。本文研究发现,超额商誉会降低企业全要素生产率,不利于企业的高质量发展。此外,会增加企业的风险承担水平,基于迎合动机致使企业承担较高的风险,最终不利于企业全要素生产率的提升。鉴于此,企业在进行并购重组时不应该盲目支付过高的并购溢价,应该充分认识到并购可能带来的减值损失以及承担的风险,科学评估并购产生的经济后果,以避免并购活动后带来的管理效率降低、全要素生产率低下等一系列不利于企业高质量发展的结果。第二,对投资者而言,投资者对待企业并购活动应持谨慎理性的态度,避免盲目跟风,规避投资风险。本文研究认为超额商誉的存在不利于企业提高全要素生产率,影响企业高质量发展,导致企业在市场竞争中处于劣势,最终将损害投资者的利益。鉴于此,投资者要充分认识到企业并购决策可能带来的经济后果,理性看待企业并购活动的

高估值,避免盲目跟风的投机行为,审慎作出投资决策。第三,对政府部门而言,政府等监管部门应该完善并购及计提商誉减值损失的相关政策,并对并购流程严格监管,以避免资本市场动荡,促进并购重组健康发展。此外,本文研究发现,在营商环境水平较高地区生产经营的企业,其超额商誉对全要素生产率的负向影响有所缓解。这表明,国家应致力于营造公平竞争、高效廉洁、公正透明、开放包容的营商环境,以促进企业高质量发展。

参考文献:

- ①董竹、张欣:《超额商誉对企业创新的影响研究》,《南开管理评论》2021年第4期。
- ②杜兴强、杜颖洁、周泽将:《商誉的内涵及其确认问题探讨》,《会计研究》2011年第1期。
- ③傅超、杨曾、傅代国:《“同伴效应”影响了企业的并购商誉吗?——基于我国创业板高溢价并购的经验证据》,《中国软科学》2015年第11期。
- ④郭庆旺、贾俊雪:《中国全要素生产率的估算:1979—2004》,《经济研究》2005年第6期。
- ⑤花贵如、周树理、刘志远、靳光辉:《产业政策、投资者情绪与企业资源配置效率》,《财经研究》2021年第1期。
- ⑥李健、崔雪、陈传明:《家族企业并购商誉、风险承担水平与创新投入——基于信号传递理论的研究》,《南开管理评论》2021年第4期。
- ⑦李延喜、陈克兢、刘伶、张敏:《外部治理环境、行业管制与过度投资》,《管理科学》2013年第1期。
- ⑧连俊华、于炳刚:《企业营商环境对融资约束的影响研究》,《价格理论与实践》2019年第8期。
- ⑨刘超、徐丹丹、郑沈阳:《商誉、高溢价并购与股价崩盘风险》,《金融监管研究》2019年第6期。
- ⑩鲁晓东、连玉君:《中国工业企业全要素生产率估计:1999—2007》,《经济学(季刊)》2012年第2期。
- ⑪王菁华、茅宁:《企业风险承担研究述评及展望》,《外国经济与管理》2015年第12期。
- ⑫王磊:《行政审批对中国制造业生产率的影响及其机制研究——基于进入管制视角》,《产业经济研究》2020年第2期。

⑬王文姣、傅超、傅代国:《并购商誉是否为股价崩盘的事前信号?——基于会计功能和金融安全视角》,《财经研究》2017年第9期。

⑭魏志华、朱彩云:《超额商誉是否成为企业经营负担——基于产品市场竞争能力视角的解释》,《中国工业经济》2019年第11期。

⑮温忠麟、叶宝娟:《中介效应分析:方法和模型发展》,《心理科学进展》2014年第5期。

⑯肖文、薛天航:《劳动力成本上升、融资约束与企业全要素生产率变动》,《世界经济》2019年第1期。

⑰谢纪刚、张秋生:《上市公司并购的价值构成与商誉减值会计新模式——兼论〈企业合并:披露、商誉与减值(讨论稿)〉》,《会计研究》2020年第12期。

⑱杨威、宋敏、冯科:《并购商誉、投资者过度反应与股价泡沫及崩盘》,《中国工业经济》2018年第6期。

⑲叶宝娟、杨强、胡竹菁:《感恩对青少年学业成就的影响:有调节的中介效应》,《心理发展与教育》2013年第2期。

⑳伊志宏、丁艳平、陈钦源、杨圣之:《投资者关系管理与企业风险承担》,《经济理论与经济管理》2020年第11期。

㉑袁蓉丽、李瑞敬、夏圣洁:《战略差异度与企业避税》,《会计研究》2019年第4期。

㉒张新民、卿琛、杨道广:《内部控制与商誉泡沫的抑制——来自我国上市公司的经验证据》,《厦门大学学报(哲学社会科学版)》2018年第3期。

㉓郑海英、刘正阳、冯卫东:《并购商誉能提升公司业绩吗?——来自A股上市公司的经验证据》,《会计研究》2014年第3期。

㉔朱郭一鸣、王婉婉、凌运:《并购商誉与企业技术创新》,《科研管理》2021年第2期。

㉕Boubakri, N., Cosset, J. and Saffar, W., The role of state and foreign owners in corporate risk-taking: Evidence from privatization. *Journal Of Financial Economics*, Vol.108, No.3, 2013.

㉖Djemibissi, B., Excessive risk taking and the maturity structure of debt. *Journal Of Economic Dynamics & Control*, Vol.35, No.10, 2011.

㉗Freeman, C. and Soete, L., *The Economics Of Industrial Innovation*. Cambridge, MA: MIT Press, 1997.

㉘Glaum, M., Landsman, W.R. and Wyrwa, S., Goodwill impairment: The effects of public enforcement and monitoring

by institutional investors. *Accounting Review*, Vol. 93, No. 6, 2018.

⑲ Henning, S.L., Lewis, B.L. and Shaw, W.H., Valuation of the components of purchased goodwill. *Journal Of Accounting Research*, Vol.38, No.2, 2000.

⑳ Johnson, L. T. and Petrone, K. R., Commentary: Is goodwill an asset?. *Accounting Horizons*, Vol.12, No.3, 1998.

㉑ Lambert, R. A., Larcker, D.F. and Weigelt, K., The structure of organizational incentives. *Administrative Science Quarterly*, Vol.38, No.3, 1993.

㉒ Li, Z., Shroff, P.K., Venkataraman, R. and Zhang, I. X., Causes and consequences of goodwill impairment losses. *Review Of Accounting Studies*, Vol.16, No.4, 2011.

㉓ Liu, Y. and Mauer, D.C., Corporate cash holdings and CEO compensation incentives. *Journal Of Financial Economics*, Vol.102, No.1, 2011.

㉔ Lubatkin, M., Merger strategies and stockholder value. *Strategic Management Journal*, Vol.8, No.1, 1987.

㉕ Lumpkin, G.T. and Dess, G.G., Clarifying the entrepreneurial orientation construct and linking it to performance. *Academy Of Management Review*, Vol.21, No.1, 1996.

㉖ Olley, G.S. and Pakes, A., The dynamics of productivity in the telecommunications equipment industry. *Econometrica*, Vol.64, No.6, 1996.

㉗ Polk, C. and Sapienza, P., The stock market and corporate investment: A test of catering theory. *Review Of Financial Studies*, Vol.22, No.1, 2009.

㉘ Ramanna, K., The implications of unverifiable fair-value accounting: Evidence from the political economy of goodwill accounting. *Journal Of Accounting & Economics*, Vol.45, No.2-3, 2008.

㉙ Solow, R.M., Technical change and the aggregate production function. *Review Of Economics And Statistics*, Vol.39, No.3, 1957.

㉚ Syverson, C., What determines productivity?. *Journal Of Economic Literature*, Vol.49, No.2, 2011.

㉛ Walker, F.A., The source of business profits. *Quarterly Journal Of Economics*, Vol.1, No.3, 1887.

㉜ Wangerin, D., M&A due diligence, post-acquisition performance, and financial reporting for business combinations. *Contemporary Accounting Research*, Vol.36, No.6, 2019.

[作者单位:王海芳、王鑫怡、王明涛:新疆财经大学工商管理学院,张笑愚:中国矿业大学(北京)管理学院]

责任编辑 曹议斤

(上接第50页)

⑲ 张红宇:《中国农村金融组织体系:绩效、缺陷与制度创新》,《中国农村观察》2004年第2期。

⑳ 张振家、王小军:《辽宁省普惠金融发展现状及财政对策》,《财会月刊》2016年第17期。

㉑ 赵全厚:《论促进金融业发展的税收政策完善》,《税务研究》2020年第1期。

㉒ 周道许、宋科:《绿色金融中的政府作用》,《中国金融》2014年第4期。

㉓ Bordo, M.D. and Jeanne, O., Monetary policy and asset prices: Does ‘Benign Neglect’ make sense?. *International Finance*, Vol.5, No.2, 2010.

㉔ Chakravarty, S.R. and Pal, R., Financial inclusion in India: An axiomatic approach. *Journal Of Policy Modeling*, Vol. 35, No.5, 2013.

㉕ Déés, S. and Galesi, A., The global financial cycle and

US monetary policy in an interconnected world. *Journal Of International Money And Finance*, Vol.115, No.C, 2021.

㉖ Ozili, P.K., Impact of digital finance on financial inclusion and stability. *Borsa Istanbul Review*, Vol.18, No.4, 2018.

㉗ Rudebusch, G.D. and Wu, T., A macro-finance model of the term structure, monetary policy, and the economy. *Economic Journal*, Vol.118, No.530, 2004.

㉘ Yavas, A., The color of credit: Mortgage discrimination, research methodology, and fair-lending enforcement by Stephen Ross, John Yinger. *Journal Of Economic Literature*, Vol. 42, No.1, 2004.

(作者单位:长沙理工大学经济与管理学院)

责任编辑 希雨